

学校编码: 10384

分类号_____密级_____

学号: 15620081152146

UDC _____

厦 门 大 学

硕 士 学 位 论 文

国际游资与我国房价波动关系的实证研究

Empirical Study on Fluctant Relationship between Hot Money
and Chinese House Price

刘 文 华

指导教师姓名: 朱 孟 楠 教授

专 业 名 称: 国际金融 学

论文提交日期: 2011 年 4 月

论文答辩日期: 2011 年 月

学位授予日期: 2011 年 月

答辩委员会主席: _____

评 阅 人: _____

2011 年 4 月

厦门大学学位论文原创性声明

本人呈交的学位论文是本人在导师指导下,独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考其他个人或集体已经发表的研究成果,均在文中以适当方式明确标明,并符合法律规范和《厦门大学研究生学术活动规范(试行)》。

另外,该学位论文为()课题(组)的研究成果,获得()课题(组)经费或实验室的资助,在()实验室完成。(请在以上括号内填写课题或课题组负责人或实验室名称,未有此项声明内容的,可以不作特别声明。)

声明人(签名):

年 月 日

厦门大学学位论文著作权使用声明

本人同意厦门大学根据《中华人民共和国学位条例暂行实施办法》等规定保留和使用此学位论文，并向主管部门或其指定机构送交学位论文（包括纸质版和电子版），允许学位论文进入厦门大学图书馆及其数据库被查阅、借阅。本人同意厦门大学将学位论文加入全国博士、硕士学位论文共建单位数据库进行检索，将学位论文的标题和摘要汇编出版，采用影印、缩印或者其它方式合理复制学位论文。

本学位论文属于：

（ ） 1. 经厦门大学保密委员会审查核定的保密学位论文，
于 年 月 日解密，解密后适用上述授权。

（ ） 2. 不保密，适用上述授权。

（请在以上相应括号内打“√”或填上相应内容。保密学位论文应是已经厦门大学保密委员会审定过的学位论文，未经厦门大学保密委员会审定的学位论文均为公开学位论文。此声明栏不填写的，默认为公开学位论文，均适用上述授权。）

声明人（签名）：

年 月 日

厦门大学博硕士论文摘要库

摘要

早在 16 世纪, 经济学者就开始研究国际资本流动问题, 国际资本流动动因也从最简单的促进贸易到现在获得利差、规避经济风险或获得更高的投资收益等多种原因, 流动形式也随着世界经济发展程度而不断日新月异。进入 20 世纪后期, 多次经济金融危机的发生使人们认识到了其中一部分的危害性——国际游资。据国际货币基金组织的估算, 每天有将近 7.2 万亿美元的国际游资活跃在国际市场, 国际游资对一国乃至世界经济巨大的影响力引起了人们广泛的关注和研究。

进入 21 世纪的中国, 在人民币升值预期和高利率的背景下, 中国的资本市场和房地产市场的连续暴涨无疑是游资在我国兴风作浪的最好佐证。为此, 国内学者掀起了对国际游资研究的热潮, 尤其是资产价格与国际游资的关系。虽然在 2011 年国家对房地产的调控更加严厉, 上海、重庆甚至出台了房产税, 但这并不意味着未来我国房地产市场不会受到国际游资的影响, 在 2000-2010 年这数十年游资对我国房价造成的影响依然值得深究。

本文系统阐述了国际游资和我国房地产的相关理论, 在理论上确定了研究方向。首先利用测算国际游资的间接法公式测算出了未调整的国际游资规模; 然后在借鉴前人的研究方法之上, 分别利用阿尔蒙模型和主成份分析估算了隐藏在贸易顺差和 FDI 中的国际游资, 得到了 2000-2010 年流入我国国际游资的季度规模。然后建立了国际游资规模、我国房价指数和 CPI 的 VAR 模型, 利用 Granger 因果检验验证了它们之间的因果关系; 在研究我国 10 个一线城市的房地产价格指数与国际游资的关系时, 利用 HP 滤波分解出了两者的趋势和波动成分, 得到的结论是: 国际游资通过直接和间接两种途径影响全国房价上涨; 一线城市房价的上涨的趋势引来国际游资的流入, 国际游资流入引起一线城市房价波动上涨。针对实证的结果, 给出了在我国房地产市场监管国际游资的相关建议。

关键词: 国际游资; 房价; 波动关系

厦门大学博硕士论文摘要库

Abstract

Early in the 16th century, economists began to study the issue of international capital flows, the initial motives of international capital flows is to promote trade, but now it flows for various reasons, such as avoiding economic risk, gaining higher return on investment or interest rate difference, and the way it flows by changes with the level of the development of the world economic. The late 20th century, several economic and financial crises make people aware of the dangers of a part of it- the hot money. The International Monetary Fund estimates that the scale of hot money actives in the international market is nearly 7.2 trillion U.S. dollars a day, the influence of hot money on a country even the world's economic is so stupendous that it causes much concern and study.

In the 21st century, in the background of the expectation of RMB appreciation and high interest rates, the boom in China capital market and real estate market is undoubtedly the best evidence of its existence. For this reason, domestic scholars set off a wave of study of hot money, especially the relationship between the asset prices and hot money. Although in the 2011 there is more stringent regulation in the real estate market and implementation of property taxes in Chongqing and Shanghai, it does not mean the real estate market will not suffer the impact of hot money, and it is still worth studying the impact of hot money on real estate market in the decades 2000-2010.

This paper gives an account of related theory of hot money and real estate market systematically, so the direction of research is determined. Firstly, I estimate the unadjusted scale of hot money by the indirect method; then in the reference of methods used by some famous economists, I estimate the hot money hidden in the trade surplus and FDI respectively by Almon model and principal component analysis, the two together is the scale of hot money in the 2000-2010 quarterly. Next I established the VAR model among CPI, house price index, the scale of hot money, then verify the causal relationship among them by Granger causality test; in the study of relationship between 10 first-line cities of the real estate price index and the hot

money, I decompose trends and fluctuations of both by HP filter decomposition, the conclusion is: hot money affect the house price index through direct and indirect ways; the trend of 10 first-line cities of rising housing prices led to the inflow of hot money, the inflow of hot money cause the fluctuant increase of 10 first-line cities housing price. According to the empirical test results, I give the relevant regulatory proposals for the hot money in real estate market.

Key Words: Hot Money; House Price Index; Fluctant Relationship

目 录

| | |
|---------------------------------|----|
| 第 1 章 引言..... | 1 |
| 1.1 研究背景与意义 | 1 |
| 1.2 国内外相关文献综述 | 2 |
| 1.2.1 有关国际游资界定的理论 | 2 |
| 1.2.2 有关国际游资规模测算的理论 | 3 |
| 1.2.3 有关国际游资对一国房地产价格影响的理论 | 4 |
| 1.2.4 有关国际游资监管建议的理论 | 6 |
| 1.3 研究方法与内容 | 7 |
| 1.4 本文贡献及有待进一步研究之处 | 8 |
| 第 2 章 国际游资与我国房地产市场关系的概述 | 9 |
| 2.1 国际游资的界定 | 9 |
| 2.2 国际游资与我国房地产市场之间的联系 | 10 |
| 2.2.1 影响国际游资进入我国房地产市场的因素 | 10 |
| 2.2.2 国际游资流入我国房地产市场的途径 | 11 |
| 2.2.3 国际游资对我国房地产市场的影响 | 12 |
| 第 3 章 国际游资的测算 | 14 |
| 3.1 国际游资流入中国渠道 | 15 |
| 3.1.1 BOP 表中反映流入方式 | 15 |
| 3.1.2 地下钱庄 | 16 |
| 3.2 直接和间接法下国际游资测算结果 | 17 |
| 3.3 间接法下调整后的国际游资规模 | 19 |
| 3.3.1 贸易顺差中热钱的估算 | 20 |
| 3.3.2 FDI 中热钱的估算 | 22 |
| 3.3.3 调整后的国际游资总体情况 | 26 |

| | |
|-----------------------------------|----|
| 3.4 一个案例：国际游资投机越南房市教训与启示..... | 27 |
| 第 4 章 国际游资与我国房价之间关系的实证分析 | 31 |
| 4.1 数据选取及统计特征 | 31 |
| 4.2 国际游资与全国房地产销售价格指数关联性分析..... | 32 |
| 4.2.1 序列的平稳性检验 | 32 |
| 4.2.2 基于向量自回归模型的实证检验 | 33 |
| 4.3 国际游资与十个城市房地产销售价格指数的关联性分析..... | 39 |
| 第 5 章 结论及政策建议..... | 41 |
| 5.1 结论 | 41 |
| 5.2 政策建议 | 41 |
| 5.2.1 从源头上遏制国际游资的来源 | 41 |
| 5.2.2 房地产市场中的监管措施 | 45 |
| 参考文献..... | 48 |
| 致 谢..... | 51 |

Contents

| | |
|---|-----------|
| 1.Introduction | 1 |
| 1.1 Background and Significance of Research..... | 1 |
| 1.2 Theoretical Foundation and Literature Review | 2 |
| 1.2.1 Theory of Definition of Hot Money..... | 2 |
| 1.2.2 The Research on Estimates of Hot Money | 3 |
| 1.2.3 The Research on Influence of Hot Money to Real Estate Price | 4 |
| 1.2.4 Introduction of Regulation of Hot Money | 6 |
| 1.3 Research Ideas and Content | 7 |
| 1.4 Contributions and faulty..... | 8 |
| 2. A brief review of hot money and Real Estate Market | 9 |
| 2.1 Definition of Hot Money..... | 9 |
| 2.2 The relation between Hot money and Real Estate Market..... | 10 |
| 2.2.1 Factors of Hot Money into Real Estate Market | 10 |
| 2.2.2 Ways of Hot Money into Real Estate Market | 11 |
| 2.2.3 The Influence of Hot Money to Real Estate Market..... | 12 |
| 3.Estimates of Hot Money | 14 |
| 3.1 Ways of Hot Money to china..... | 15 |
| 3.1.1 Ways Inflected in the BOP | 15 |
| 3.1.2 Underground Banks | 16 |
| 3.2 Calculation of Hot Money by Direct and Indirect Methods.... | 17 |
| 3.3 The Scale of Hot Money Adjusted by the Indirect Method | 19 |
| 3.3.1 Estimates of Hot Money in the Trade Surplus | 20 |
| 3.3.2 Estimates of Hot Money in the FDI..... | 22 |
| 3.3.3 The Scale of Adjusted Hot Money | 26 |

| | |
|---|-----------|
| 3.4 A Case: Enlightenment and Lesson of Speculation of Hot Money on Vietnam's Real Estate Market..... | 27 |
| 4. Analysis of Relationship Between Hot Money and House Price | 31 |
| 4.1 Selection and Description of Data | 31 |
| 4.2 Research on the Relationship Between Hot Money and House Price Index..... | 32 |
| 4.2.1 Stationarity Test of Data | 32 |
| 4.2.2 Empirical Test Based on VAR..... | 33 |
| 4.3 Research on the Relationship Between Hot Money and the Most Ten Developed Cities's House Price Index | 39 |
| 5. Conclusion and Advice | 41 |
| 5.1 Conclusion | 41 |
| 5.2 Advice | 41 |
| 5.2.1 Control the Source of Hot Money..... | 41 |
| 5.2.2 Regulatory Measures in the Real Estate Market..... | 45 |
| Reference..... | 48 |
| Acknowledgement | 51 |

第一章 引言

1.1 研究背景与意义

随着全球经济一体化程度加快和全球经济紧密度的提高,一国越来越难脱离于世界经济独立发展,如 2008 年美国爆发的金融危机迅速波及世界各国,对全世界的经济造成严重的影响,而国际资本是一国经济发展不可忽视的国际力量。国际资本不仅对流入国有较大影响,而且对与流入国经济关系密切的国家有影响。同时,市场经济的发展要求各国放松监管、壁垒和准入条件,让市场自己解决问题,这给规模呈几何数增长的国际资本很大的机会。这些都表明,国际资本流动对世界经济影响越来越大。

从 1996 年我国实现人民币经常项目可兑换后,经常项目往来金额日益增加,从 1996 年 3555 亿美元增加至 2010 年的 26720 亿美元,巨大的增幅背后有一部分是虚假贸易,而开放的经常项目为其提供了便利;目前资本项目不可兑换,但资本项目往来金额也很巨大,而且也都是大幅度的顺差,2010 年顺差达到 2260 亿美元;我国资本项目是管制的,外资只能通过直接投资、证券投资等比较狭窄的通道进入我国,但是实际统计中依然有来源不明或用途不明的资金,或者短期逆转性很大的资金通过资本项目进出。主要由上述两个渠道进入的国际游资,对我国的经济造成冲击越来越大,尤其是中国正在蓬勃发展的房地产市场。

近些年来我国房地产市场不断升温,泡沫成分不断加大,其背后就有国际游资的炒作与推动,目前房地产价格已严重脱离一般居民的购买力,据相关统计 2010 年北京市房价均价已突破 2 万/平方米。房价的过快上涨会严重影响我国经济的健康发展:历次的经济金融危机证明危机发生前房地产市场都存在异常繁荣,房价过快上涨引起国民的投机行为,企业把生产性资金挪用于房市,导致生产量下降甚至停顿,居民透支储蓄或者借贷投机房市,而国际游资的进入无疑加速了这种投机行为,我国在 2007、2008 年严重出现过这种现象。对此中央已在十二五规划中明确要控制房价的过快上涨,去年重庆和上海出台的房产税可见一斑。调控房价要兼顾民生和经济,可以说调控难度大、任务重,要考虑到方方面面的问题,而国际游资无疑是一个重要的方面。

通过分析我国房地产销售价格指数的走势,进而研究国际游资与我国房价波动关系并提出有效监管及应对措施,对于促进我国房地产市场健康有序的发展,具有重要的理论和现实意义:对于政府可以制订相关的政策,缓解甚至消除热钱投机我国房市的情况,同时可以消除居民的顾虑,引导其合理购房,最后可以规范房地产开发企业,减少房地产企业经营风险,防止其暴利情况的普遍发生。

1.2 国内外相关文献综述

本文主要涉及到四个方面的研究,一是如何界定国际资本中的国际游资部分;二是如何测算进入一国国际游资规模;三是如何量化研究国际游资对我国房地产价格的影响;四是就如何防止国际游资给我国房地产市场带来负面影响而提出的政策建议。因此主要从这四个方面来对国内外的研究现状及理论成果作概述性的说明。

1.2.1 有关国际游资界定的理论

关于国际游资的界定,目前国际上没有一个明确的定义,国内外学者都有自己关于游资的定义。

《新帕尔格雷夫经济学大词典》^[1]将热钱^①定义为,“在固定汇率制度下,资金持有者或者出于对货币预期贬值(升值)的投机心理,或者受国际利率差明显高于外汇风险的刺激,在国际间掀起大规模的短期资本流动,这类移动的短期资本通常被称为热钱。”可见它的定义比较偏重热钱对汇率和利率的投机。IMF在《国际收支手册》(第五版)没有给出长短期国际资本的定义,也没有给出国际游资的定义,按照投资类型和功能重新把国际资本流动划分为四类:直接投资、证券投资、其他资产以及储备资产,其中国际短期资本定位为证券投资以及其他资产中的短期借贷等,它的着眼点在于国际资本的时限性。金德尔伯格^[2](C.kindleberger,1985)主张按照国际资本流动的动机来定义国际短期资本流动,认为国际短期资本流动是指投资者意图在短时间内改变或扭转其在国际间流动的方向,即使这一时刻目前尚未确定,但在未来时机适宜时仍会如此,金德尔伯格的定义较全面,给出了国际游资最本质的特性,但一些长期资本也会在未来

^①一般情况下,国际游资和热钱是通用的,本文提到的热钱均指国际游资。

逆转,从这一点来说国际游资的范围扩大了,从他的定义要精确计算国际游资规模则相对困难。

国内最早研究国际资本的学者也给出了自己的定义。李翀^[3] (2005) 根据资本跨国流动性强弱,即以流入的资本一年内可否逆转来界定。流入一个国家后从性质上来说在一年内不可逆转的资本可以看作是流动性弱的资本,它就是长期资本;流入一个国家后从性质上来说在一年内可逆转的资本可以看作是流动性强的资本,它就是短期资本。曲凤杰^[4] (2006) 认为短期资本指借贷期限在一年以内的资本和随时可能改变方向的资本,即 BOP 表内借贷期限一年以内的其它投资,证券投资中的货币市场工具,以及 BOP 表外隐性和非法的资本流动。

目前关于国际游资一般的定义是国际短期资本里投机性资本,这部分资本有着非常强的流动性和波动性,国际热钱追求的是短期利润,特别是投机性短期资本频繁流动于各国之间,通过套取空间或时间差价,追逐远高于平均利润的超额收益。

1.2.2 有关国际游资规模测算的理论

目前关于进入一国国际游资模型测算的理论较多,众说纷纭,测算口径不一致。

Cuddington^[5] (1986) 最早提出关于热钱测算方法,又称为直接法,计算公式为:国际游资规模=错误与遗漏+私人部门短期资本流出。Cline^[6] 于 1987 年提出一个稍为复杂的计算方法,又称为间接法:国际游资规模=外商直接投资增加+外债规模+经常项目顺差-外汇储备增加-银行与货币当局拥有的短期外币资产增加-旅游收入-留存国外的再投资收益。Claessens&Naude^[7] 根据 1997 年泰国发生的金融危机,提出了一种宽口径的测算公式:国际游资规模=经常项目投资收益贷方余额+资本和金融项目下证券投资贷方余额+资本和金融项目下其他投资中短期投资贷方余额+净误差与遗漏项目贷方余额。

国内学者在借鉴国外的研究之上根据国内的实际情况提出我国国际游资的测算方法,较有代表性的如:唐国兴、徐建刚 (2003) 借鉴了 Claessens&Naude 的测算方法,认为短期国际资本流入(出)额=BOP 反应的短期国际资本流入(出)额+经常项目投资收益贷(借)方余额+净误差与遗漏余额;曲凤杰^[6] (2006)

在借鉴 Cuddington 的方法之上,提出国际游资规模=私人非银行部门的短期资本流出额+错误与遗漏;张明、徐以升^[7](2008)以 Cline 的方法为主线,提出我国热钱的规模=外汇储备增加额-外汇储备汇率升值和投资收益+央行对中投公司的转账+中央汇金公司对国有银行及券商的注资+商业银行以美元缴纳的本币存款准备金-贸易顺差-FDI 流入额+隐藏在贸易顺差中的热钱+FDI 未汇出利润及折旧-热钱在中国的投资收益。

1.2.3 有关国际游资对一国房地产价格影响的理论

国外学者研究国际游资对一国的资产价格影响方面的理论较为丰富:最早的有 Hicks&Hansen 在凯恩斯的基础上创立的 $IS-LM$ 模型,国际资本的冲击会导致 LM 曲线的右移,这时利率下降,资产价格上涨,产出增加;Calvo Leiderman&Reinhart^[8](1996)提出 CLR 模型^①,国际资本流入会动态导致资本流入国汇率升值,引起国内利率和实际现金余额的变动,最终引发国内资产价格的上涨;Jansen^[9](2003)以泰国为例,分析了泰国金融危机前,境外投机资金流入对其国内楼价和股价的影响,文章的结论是:境外资本流动的变化对股市的影响相对较小,而对楼价的影响较为显著;Edison&Carmen^[10](2001)基于巴西、泰国和马来西亚政府在面对热钱时所采取的政策以及这些政策取得的效果为背景,构建一个资本流动引起资产价格波动的模型,表明在资本管制情形下,资本流动的变化对市场的影响,更多的是通过价格调整这一渠道而非总量调整,也就是引起了价格波动率的加大。

国内学者在研究热钱影响我国房地产市场的理论较多,主要集中在短期资本进入我国房地产市场的原因、方式以及利弊分析。普遍认为,外资进入房地产市场,有利也有弊,弊肯定大于利。

在定性研究方面,杜辉^[11](2006)认为热钱进入我国房地产市场初期,由于资金数量小、进入渠道少,在一定程度上增大了国内房地产融资渠道,刺激了经济发展。但热钱发展到现在,对房地产市场的影响是弊大于利;李春吉和孟晓宏^[12](2006)分析了国际资本流动从直接和间接两方面影响我国房价,得出结论:

^① CLR 模型指出,在开放经济条件下,经济人所以的选择是使消费效用最大化,即

$$\max \int_0^{\infty} u(c^*, c) \exp(-\beta t) dt$$
 其中 c^* 代表可贸易商品, c 代表不可贸易商品, β 为主观贴现率。资本流入增加会使 c^* 和 c 增加,而 β 下降。

Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库